

## MAANDBERICHT OVER MEI 2015

### Inleiding

De Nederlandse aandelenmarkt toonde in mei een verdeeld beeld. De AEX-index steeg met 1,9% naar 493,56, de Amsterdam Midkap Index klom 1,7% naar 754,73, maar de Amsterdam SmallCap Index verloor 1,8% op 788,28.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in mei met 0,6% van € 40,66 naar € 40,91. Het totaalrendement over de eerste vijf maanden van 2015 bedraagt daarmee +26,5%.

Het fondsvermogen per 1 juni 2015 bedraagt € 65,0 miljoen, terwijl een bedrag van € 65,2 miljoen is belegd in 14 ondernemingen. De debetpositie en overige maakt hierdoor 0,3% van het fondsvermogen uit.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 juni 2015 zijn als volgt:

Beurskoers	€ 40,71
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 40,91
Fondsvermogen	€ 65.037.306
Aantal uitstaande aandelen	1.589.675

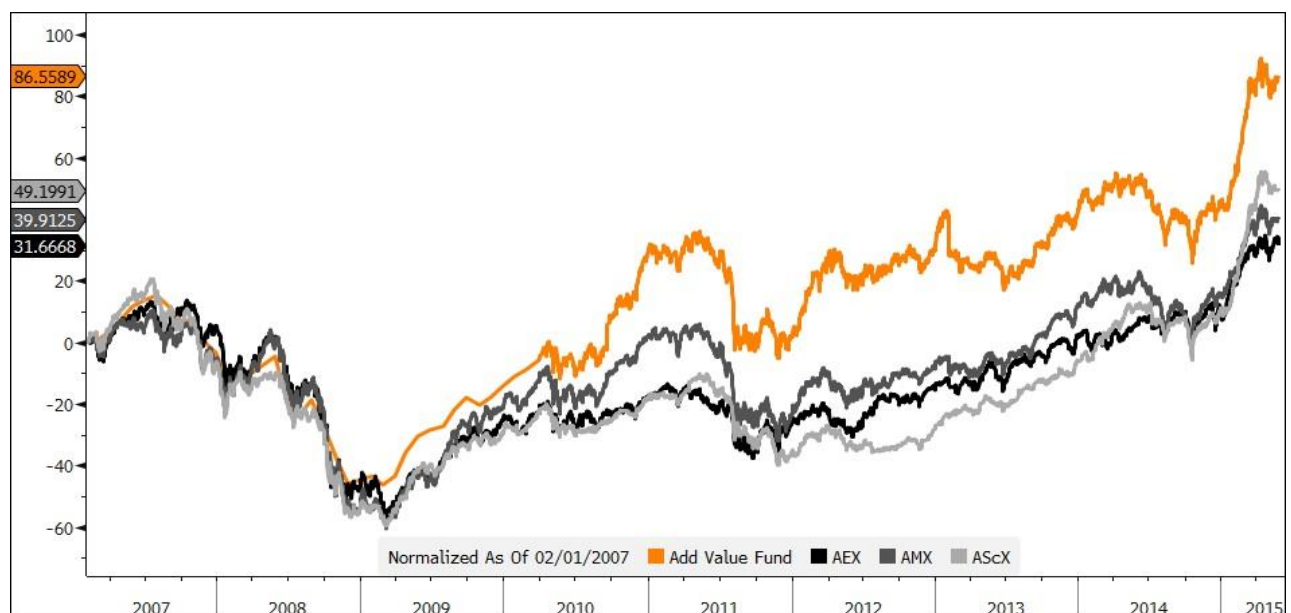
De rendementen (%) in onderstaande tabel en grafiek zijn gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief dividenden en na kosten (vanaf 1 februari 2007) en zijn uitsluitend bedoeld voor vergelijkingsdoeleinden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	Cum.
<b>Add Value Fund</b>	<b>-3,20</b>	<b>-43,10</b>	<b>+55,56</b>	<b>+51,20</b>	<b>-20,34</b>	<b>+27,80</b>	<b>+8,89</b>	<b>+1,99</b>	<b>+26,47</b>	<b>+79,64</b>
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	-8,88	+13,99	+20,73	+8,67	+18,35	+31,67
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	-24,55	+18,96	+22,81	+3,40	+20,44	+39,91
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	-21,03	+11,27	+30,27	+18,28	+34,11	+49,20

Bron: Add Value Fund Management / Bloomberg

\*Peildatum: 29/05/2015

### Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 28/05/2015)

Peildatum: 29/05/2015

Koersperformance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	BE Semiconductor Ind.	+102,5	+42,6	+5,1	-2,9
2.	ASM International	+45,9	+32,2	+10,1	+2,7
3.	Acomo	+42,1	+33,5	+1,8	-3,7
4.	TKH Group	+35,2	+35,8	+12,6	+5,3
5.	Accell Group	+20,5	+23,9	+3,8	-0,1
6.	Hunter Douglas	+17,4	+25,4	+16,9	-1,7
7.	Aalberts Industries	+16,7	+24,8	+1,8	+1,7
8.	Kendrion	+6,1	+21,8	-2,2	-1,8
9.	Koninklijke Brill	+4,0	+0,4	+0,3	-3,9
10.	Nedap	+2,5	+21,6	+5,8	+1,0
11.	Koninklijke TenCate	-4,9	+4,7	-3,4	-4,4
12.	Neways Electronics Int.	-6,5	+12,3	-4,6	-4,9
13.	Brunel International	-26,1	+11,1	+3,0	-7,1
14.	Lucas Bols	-	-	+5,4	-3,8

- In mei realiseerden 4 van de 14 deelnemingen (= 29%) een positieve koersperformance. Zes deelnemingen (Acomo, ASMI, BESE, Brill, Brunel en TKH) keerden in mei dividend uit. Op een 12-maands basis noteren 10 van de 13 (exclusief Lucas Bols) ondernemingen (= 77%) een positieve koersperformance;
- De afgelopen maand presteerde **TKH Group** bovengemiddeld in de portefeuille. Dit was het gevolg van goede cijfers over Q1 2015 en een gunstig perspectief voor geheel 2015;
- **Brunel International** was in mei een *underperformer*. De beurskoers lag mede onder druk door relatief zwakke cijfers over Q1 2015. Naar verwachting zal vanaf H2 2015 de omzet- en winstontwikkeling weer groei vertonen.

Mutaties in de portefeuille

In mei hebben wij deels winstgenomen op de posities in **ASMI**, **Hunter Douglas** en **TKH Group**. Deze deelnemingen met een relatief zware gewicht lieten op een 3-maands basis de beste performance zien. Door kleine verkopen in deze posities bleven de respectievelijke gewichten relatief intact.

Bedrijfsnieuws

**Hunter Douglas**, wereldmarktleider in raambekleding en vooraanstaand producent van gevel- en plafondsysteem, rapporteerde solide cijfers over het eerste kwartaal 2015. De omzet daalde weliswaar met 3,1% naar US\$ 586,8 miljoen (Q1 2014: US\$ 605,6 miljoen), maar deze daling was vooral het gevolg van de sterk gestegen dollarkoers die de volume-ontwikkeling in niet-dollargebieden deflatteerde. Het bedrijfsresultaat (EBIT) steeg met 46,5% van US\$ 15,7 miljoen naar US\$ 23,0 miljoen, terwijl de winst voor belastingen ruimschoots verdubbelde van US\$ 10,2 miljoen naar US\$ 22,1 miljoen. Hierin begrepen was een eerste bijdrage van de Investment Portfolio van US\$ 3,6 miljoen welke inmiddels een omvang van US\$ 183 miljoen heeft en zal worden uitgebreid tot US\$ 200 miljoen. Met uitzondering van Azië werden in alle geografische gebieden hogere resultaten behaald. Vooral in Noord-Amerika (46% van de omzet) was er met een volumestijging van 14% sprake van een zeer gunstige ontwikkeling. Hierbij past wel de nuancering dat het eerste kwartaal het minst zwaar weegt in de gehele jaaropbouw van het resultaat. In Europa (35% van de omzet) werd een volumegroei van 2% bereikt, waarbij de omzettoename van 10% in het Verenigd Koninkrijk het sterkst was. De sterke US-dollar zorgde in Q1 2015 in Europa voor een negatief valuta-effect van maar liefst 16%. Teleurstellend was de volumekrimp van 9% in Azië (7% van de omzet) bij een negatief valuta-effect van 4%. CFO Leen Reijtenbagh gaf als verklaring het uitstel van enkele infrastructurele projecten in China en Maleisië. Naar verwachting zal later dit jaar de neergaande volumetrend kunnen worden omgedraaid. Het management uitte zich terughoudend ten aanzien

van Latijns-Amerika (8% van de omzet), waar vooral de ontwikkeling in de grootste markt Brazilië moeizaam is. Als gevolg van een goede kostenbeheersing die overigens voor een belangrijk deel voortkwam uit een gunstige omrekening naar US-dollars, konden de winstmarges over vrijwel de gehele linie verbeteren. Al met al een goede start van 2015 die steun geeft aan onze winstprognose voor 2015 van € 3,50 per aandeel (2014: € 2,71). Tegen de huidige beurskoers van € 42,50 wordt iets meer dan 12x de verwachte winst voor de aandelen Hunter Douglas betaald. Het dividendrendement komt bij een pay-out ratio van 43% op 3,5%.

Technologiebedrijf **TKH Group** kende een sterke start van 2015. De stijging van de omzet bedroeg 7,1% van € 314,4 miljoen naar € 336,6 miljoen, waarvan 3,2% door acquisities en 1,7% door valuta-invloeden. De autonome omzettoename kwam uit op 2,2%. Deze bescheiden omzetsijging was het gevolg van een daling van 3,3% van de omzet in het segment Industrial Systems, waar investeringsterughoudendheid onder Chinese bandenbouwfabrikanten aan ten grondslag lag. Dit vanwege onzekerheid over importheffingen in Noord-Amerika die zich vanaf het vierde kwartaal 2014 manifesteerde. De orderingang lag met € 85 miljoen in manufacturing systems echter op een goed niveau. Hierbij dient te worden bedacht dat de orderingang in Q1 2014 nog voor 70% afkomstig was van Aziatische klanten. Hieruit kan worden afgeleid dat de vraag uit andere werelddelen belangrijk moet zijn toegenomen. In dit verband meldde bestuursvoorzitter Alexander van der Lof op de jaarvergadering dat dochteronderneming VMI met haar revolutionaire bandenbouwmachines in toenemende mate ingang vindt bij de Top-5 bandenproducenten (Pirelli, Michelin, Continental, Goodyear en Bridgestone), waar de groep nog slechts een beperkt (< 20%) marktaandeel heeft. Ofschoon de omzet maar beperkt steeg in Q1 2015, nam de EBITA met 35% sterk toe van € 26,7 miljoen naar € 36,0 miljoen. Deze verbetering kwam met name voor rekening van een verdubbeling van de EBITA in het segment Building Solutions waar de omzet met 21,9% steeg naar € 140,5 miljoen, waarbij de autonome groei een krachtige 10% bedroeg. Hoewel de marktomstandigheden in de Benelux niet verbeterden, werd zowel in het segment connectivity systems als vision security systems een sterke groei gerealiseerd. Dit succes kwam tot stand door de focus op de verticale groeimarkten en de daarmee samenhangende internationale groei, gedreven door de innovaties. Ook in het kleinste business segment, Telecom Solutions, was sprake van groei. De omzet binnen dit segment steeg met 5,8% naar € 40,6 miljoen, welke toename zowel door indoor telecom systems als fibre network systems werd gerealiseerd. De omzetgroei kwam uit zowel Europa als Azië. De EBITA verbeterde als gevolg van een hogere bezettingsgraad en efficiencyverbetering. TKH handhaaft de vooruitzichten omtrent haar business-segmenten zoals aangegeven bij de presentatie van de jaarcijfers in maart jl. Er zal naar gestreefd worden, zoals gebruikelijk, bij de presentatie van de halfjaarcijfers in augustus een meer specifieke indicatie te geven over de winst voor geheel 2015. Wij zijn van mening dat TKH in 2015 de opgaande trend in omzet- en winst in de komende kwartalen zal weten vast te houden. Op de jaarvergadering in Haaksbergen werd ons vertrouwen hierin gesteund door de krachtige proposities van TKH in de zeven *verticals* op basis van vier kerntechnologieën. Met name de vraag naar vision- en sensortechnologie zal sterk groeien vanwege het gemak waarmee het gekoppeld kan worden aan besturingssystemen. Visiotechnologie zal naar verwachting uitgroeien tot het favoriete medium voor een veiligere omgeving of een efficiëntere productie. En speelt een belangrijke rol in de snelle opkomst van robotisering. De helft van alle robots is uitgerust met visionsensoren. In het eerste kwartaal 2015 bedroeg de omzetgroei van het segment vision & security circa 30%. Daarmee neemt dit onderdeel dit jaar de functie van groeimotor over van VMI. Volgens CEO Van der Lof zal de terughoudendheid bij Chinese investeerders nog 12 tot 18 maanden kunnen aanhouden, alvorens deze belangrijke afzetmarkt weer normaliseert. In andere segmenten wint TKH ook snel terrein. Zo bedraagt de omzet in de *vertical* Marine, Oil & Gas inmiddels € 40 miljoen, waar deze enkele jaren geleden slechts € 3 miljoen bedroeg. De krachtige, volledig autonome omzetgroei is het gevolg van het kunnen aanbieden van een unieke product portfolio. Zo wordt dit jaar € 30 miljoen geïnvesteerd in de productiecapaciteit van subseakabels met een lengte tot 50 kilometer en een gewicht tot 1.500 ton. Een ander voorbeeld van *disruptive technology* is in de *vertical* Tunnel & Infra, waar TKH een verlichtingsoplossing voor (inter)nationale vliegvelden aanbiedt voor een prijs van € 8 miljoen waar concurrerende proposities 50% duurder zijn. Bovendien is er een productiviteitsverbetering, want met de TKH-oplossing is er een grotere beschikbaarheid van het vliegveld. Wij verhogen onze winsttaxatie voor 2015 licht van € 2,45 naar € 2,50 per aandeel (2014: € 2,23). Deze winstgroei is met 12% relatief bescheiden in het licht van de sterkere (45%) toename van de nettowinst in Q1 2015, maar moet worden gezien in het kader van de onveranderd hoge investeringen die ook dit jaar de positionering van de

TKH-oplossingen moeten versterken. Tegen de huidige beurskoers van € 34,80 wordt thans 13,9 maal de getaxeerde winst 2015 voor aandelen TKH Group betaald en komt het verwachte dividendrendement uit op 3,6% uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 50%.

Wij waren aanwezig op de jaarvergadering van **ASM International**, toeleverancier aan de halfgeleiderindustrie. Het management gaf daarbij onder meer een toelichting op het gunstig verlopen eerste kwartaal 2015. De omzet steeg met 30% in vergelijking met Q4 2014 naar € 162,0 miljoen (Q4 2014: € 124,3 miljoen) en met 7,5% ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar eerder (Q1 2014: € 150,7 miljoen). De brutomarge was stabiel op 43,3% (Q4 2014: 43,0%, Q1 2014: 43,7%). De orderingang bedroeg € 158,3 miljoen, een stijging van 3% in vergelijking met het voorgaande kwartaal (€ 154,4 miljoen), maar een daling van 8% in vergelijking met het sterke eerste kwartaal van vorig jaar (€ 172,1 miljoen). De genormaliseerde nettowinst over het eerste kwartaal 2015 kwam uit op € 66,6 miljoen, bijna € 40 miljoen hoger dan Q4 2014, hetgeen deels het gevolg was van een ruime verdubbeling van het operationele resultaat en deels door een positief valuta-effect van € 20 miljoen door de hogere US-dollar. De bijdrage van de 40%-deelneming in ASM PT was tenslotte € 4 miljoen hoger dan in het voorgaande kwartaal. Het management voorziet voor het lopende kwartaal een omzet tussen € 180 en 200 miljoen en een orderingang tussen € 160 en 180 miljoen, uitgaande van stabiele valutaverhoudingen. Traditioneel wordt geen uitspraak gedaan voor geheel 2015, gezien het beperkte zicht op de orderingang in de tweede helft van het jaar. Twee dagen vóór de AvA heeft ASMI het aandeleninkoopprogramma, zoals dat in oktober 2014 werd aangekondigd, volledig afgerond. In de maand april kocht ASMI voor bijna € 28 miljoen eigen aandelen in, waarna in mei aanvullend € 11,8 miljoen werd ingekocht. Gezien de onveranderd ruime kaspositie van € 422,8 miljoen per ultimo maart jl. (eind 2014: € 385,8 miljoen) – € 6,59 per aandeel – en het ontbreken van lange schuld op de balans, hebben wij ter vergadering aangedrongen op een nieuw inkoopprogramma. Het management antwoordde dat daarvoor op de eerste plaats voldoende *excess cash* aanwezig dient te zijn en, indien dit beschikbaar is, dat daarnaast moet worden onderzocht welke de meest optimale manier is om aandeelhouders een extra uitkering te kunnen doen. Daarbij kan worden gedacht aan (1) een nieuw aandeleninkoopprogramma (2) een belastingvrije agio-uitkering (zoals in 2013 toen € 4,25 per aandeel werd uitgekeerd) (3) een verhoging van het cashdividend. CFO Peter van Bommel meldde dat het nu nog te vroeg is om te beoordelen of er voldoende *excess cash* aanwezig is, gezien de geringe voorspelbaarheid van de markt op korte termijn en de onzekerheid met betrekking tot de ontwikkeling van de US dollarkoers. Wij sluiten echter niet uit dat bij de publicatie van de halfjaarcijfers er mededelingen hieromtrent zullen volgen. Overigens blonk de presentatie van CEO Chuck del Prado uit door een optimistische toonzetting. ASMI bedient anno 2015 een markt met een omvang van \$ 84 miljard. Met haar *Plasma Enhanced Atomic Layer Deposition* technologie is ASMI wereldmarktleider in een zich sterk ontwikkelend segment. Daarbij heeft ASMI in de achterliggende kwartalen haar positie bij de Top-10 *capex customers* verder weten te versterken. Al met al weet ASMI hierdoor haar marktaandeel geleidelijk te vergroten. Voorlopig handhaven wij onze taxatie van de winst per aandeel 2015 op € 2,95 (2014: € 2,49), waarmee de aandelen ASMI tegen de huidige beurskoers van € 45,- en gecorrigeerd voor de netto kaspositie op 13,0 maal de verwachte winst worden gewaardeerd.

**Kendrion**, wereldmarktleider op het gebied van elektromagnetische componenten en mechatronische systemen, rapporteerde de cijfers over het eerste kwartaal 2015. De omzet nam met 9% toe van € 105,2 miljoen naar € 114,4 miljoen, terwijl de EBITDA met 7% steeg van € 12,2 miljoen naar € 13,1 miljoen. Bestuursvoorzitter Piet Veenema stelde in een commentaar op de cijfers dat Kendrion erin is geslaagd de opgaande tendens in omzet en resultaat die zich vanaf medio 2013 manifesteerde, kon voortzetten. Er werd een nieuw omzetrecord op kwartaalbasis gerealiseerd. De winstgevendheid werd in Q1 2015 enigszins gedrukt door kosten verbonden aan marktonderzoek en investeringen ten behoeve van nieuwe projecten. Daardoor nam de nettowinst met slechts 2% toe tot € 5,1 miljoen (Q1 2014: € 5,0 miljoen). Overigens blijven de economische omstandigheden in Kendrion's eindmarkten gunstig, in het bijzonder in Duitsland en de Verenigde Staten. Dit werd weerspiegeld door een verdere stijging van het orderboek. Wij hebben er alle vertrouwen in dat Kendrion er de komende jaren in zal slagen de geformuleerde financiële doelstellingen te realiseren. Het betreft concreet een autonome groei van tenminste 10% per jaar (2014: 8,6%), een rendement op omzet van meer dan 10% (2014: 7,7%) en een rendement op investeringen (inclusief goodwill) van circa 17,5% (2014: 13,0%). Daarbij beschikt Kendrion over een sterke balansstructuur (solvabiliteit: 46%), terwijl ook de Net debt/EBITDA

verhouding met 1,68 ruim binnen de toegestane ruimte van 3,00 ligt. Wij handhaven onze winsttaxaties per aandeel op € 1,80 voor 2015 (2014: € 1,56) en € 2,20 voor 2016. Tegen de huidige beurskoers van € 27,40 wordt thans 15,2 maal de verwachte winst 2015 voor de aandelen Kendrion betaald. Bij een traditionele pay-out ratio van 50% van de nettowinst bedraagt het dividendrendement alsdan 3,3%.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 juni 2015 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Hunter Douglas	12,8%
ASM International	11,0%
TKH Group	10,7%
Nedap	10,7%
Kendrion	10,1%
BE Semiconductor Industries	9,5%
Aalberts Industries	8,9%
Acomo	7,5%
Brunel International	6,8%
Koninklijke TenCate	4,7%
Overige 4 deelnemingen	7,6%
<b>Totaal</b>	<b>100,3%</b>

#### Vooruitzichten

Nu het seizoen van jaarvergaderingen ten einde is en de eerste kwartaalcijfers zijn gepubliceerd, treedt een soort van windstilte in op de Nederlandse aandelenmarkt. Dit vertaalt zich in teruglopende handelsvolumes in small- en midcaps met somtijds hoge koersfluctuaties. Wij voorzien een terugkeer naar genormaliseerde handelsomstandigheden zodra de ondernemingen hun halfjaarcijfers gaan rapporteren, vanaf medio juli.

Tot nu toe zien wij een tevredenstellende ontwikkeling bij onze deelnemingen die zich heeft vertaald in een goede gang van zaken in het eerste kwartaal van het lopende boekjaar. Daarmee is een solide basis gelegd voor een voorspoedige omzet- en winstgroei in geheel 2015. Onder voorbehoud van externe excessen op geopolitiek en/of valutair gebied voorzien wij een voorspoedige ontwikkeling van de resultaten in de komende kwartalen.

Voor geheel 2015 voorzien wij, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, een ruime dubbelcijferige gemiddelde winstgroei in onze portefeuille, waarbij het effect van mogelijk omzet- en winstverhogende acquisities nog niet is inbegrepen.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot 2015 noteert de portefeuille thans een gewogen koers/winstverhouding van 14,2 maal en een bruto dividendrendement van circa 3,9%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 2 juni 2015

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen